

Finansdepartementet  
Postboks 8008 Dep  
0030 Oslo

Dato:  
15.05.2017

## **Høring NOU 2017:1 – Markeder for finansielle instrumenter**

Det vises til høringsbrev datert 14. februar 2017 vedrørende forslag til gjennomføring av MiFiD II/MIFIR i verdipapirhandelloven (vphl.).

MiFiD II inneholder bestemmelser som skal implementeres i norsk rett, men som i stor grad utelukker at det gis strengere eller andre regler enn det som fremkommer av direktivet. For Folketrygdfondet er det derfor først og fremst av interesse å gi tilbakemeldinger på de områder hvor det er en åpning for særskilt nasjonal regulering, i tillegg til enkelte overordnede synspunkter.

Folketrygdfondet er, som den største finansielle aktøren på Oslo Børs, avhengig av velfungerende markeder for å sikre god avkastning over tid. Det er derfor av stor betydning at reguleringen av verdipapirmarkedet og aktørene bidrar til å opprettholde tilliten til og likviditeten i markedet. Det betyr også at reguleringen av finansmarkedet og aktørene ikke bør være strengere eller dårligere enn hva som er tilfelle i øvrige EØS-land, særlig de nordiske landene med mindre det er godt begrunnet.

### **1. Generelle betraktninger**

Lovutvalget foreslår at det gjøres en del endringer i verdipapirhandelloven (vphl). som ikke medfører noen materielle endringer, men som kun gjør at loven blir mer direktivnær. Det betyr også at børsloven innlemmes i vphl. Dette vil tydeliggjøre den indre sammenhengen mellom vphl på den ene siden og MiFiD II, forordninger og tekniske standarder gitt i medhold av MiFiD II på den andre siden. Det må forventes at en mer direktivnær lov gjør det enklere å tolke lovteksten i lys av EU-praksis/retningslinjer og enklere systematisk å finne frem blant krysshenvisninger i forordninger og sekundærlovgivning.

Folketrygdfondet mener at slik tilnærming til implementeringen av MiFiD II er fornuftig.

## 2. God forretningsskikk

Lovutvalget foreslår å videreføre kravet i vphl § 10-11 første ledd om kravet til god forretningsskikk gjelder generelt for et verdipapirforetaks virksomhet. Folketrygdfondet er enig i at bestemmelsen bør videreføres og mener at verken investorer eller finansmarkedet generelt er tjent med at kravet om at god forretningsskikk kun gjelder for enkelte deler av et verdipapirforetaks tjenester.

## 3. Forbud mot returprovisjon

MiFiD II art. 24 forbyr returprovisjon for uavhengig investeringsrådgivning og aktiv forvaltning. Foretak som yter andre investeringstjenester kan motta og beholde ytelser fra andre enn kunden, forutsatt at vederlaget er egnet til å forbedre kvaliteten på tjenesten og ikke svekker foretakets plikt til å ivareta kundens interesser. På dette punktet åpner direktivet for at det kan gis strengere regler ved å forby returprovisjon for alle former for investeringstjenester.

Et flertall av lovutvalgets medlemmer foreslår at det ikke gis strengere regler om returprovisjoner enn dem som følger av direktivet. Folketrygdfondet støtter flertallets forslag.

Etter Folketrygdfondets oppfatning vil et forbud mot returprovisjon være konkurransevridende for norske investeringsrådgivere sammenliknet med for eksempel andre nordiske aktører. Strengere regulering på dette området vil for eksempel være en ulempe for norske tilbydere av verdipapirfond vis-a-vis nordiske fond og andre norske aktører, avhengig av konserntilhørighet. Tilsvarende vil tilbydere av forsikringsbaserte spareprodukter, hvor det ikke er forbud mot returprovisjon, ha bedre rammevilkår enn investeringsrådgivere som er underlagt reglene i vphl.

Vilkårene for å motta returprovisjon fra andre enn kunden er dessuten strenge, og forutsetter at kundens interesser ivaretas og at returprovisjonen forbedrer kvaliteten på tjenesten. Hensynet til kunden vil alltid være styrende. Det er derfor en begrenset adgang til å tillate returprovisjoner, selv om det ikke innføres et forbud.

Et mindretall i utvalget foreslår at det gis en forskriftshjemmel for eventuelt senere innføring av et forbud mot returprovisjon dersom "MiFiD II ikke i tilstrekkelig grad løser utfordringene med interessekonflikt". Et nasjonalt forbud vil etter Folketrygdfondets oppfatning være inngripende både for investorenes tilgang på rådgivning, markedsaktørenes konkurransesituasjon i forhold til utenlandske aktører og det norske sparemarkedet generelt. Direktivet åpner kun for å innføre et forbud (helt eller delvis) i ekstraordinære tilfeller. Forbudet må være objektivt begrunnet og stå i et rimelig forhold til imøtegåelsen av de spesifikke risiki som er av særlig betydning i nettopp den norske markedsstrukturen. En beslutning av den type som her eventuelt foreslås, krever en grundig saksutredning, vurdering og beslutningsprosess som en lovendringsprosess best kan ivareta.

## 4. Betaling for analyser

Det følger av kommisjonsdirektiv C (2016) 2031 artikkel 13 nærmere bestemmelser om betaling for analyser. Etter kommisjonsdirektivet skal det betales for analyser separat, og ikke som i dag indirekte gjennom kurtasjen. Kurtasjen skal kun omfatte transaksjonskostnader, og betaling for

analyser skal ikke være avhengig av transaksjonsvolum. Betaling for analyser skal enten belastes verdipapirforetaket direkte som en kostnad eller, dersom kunden skal betale, må det utarbeides et budsjett over analysekostnadene som kunden aksepterer. I sistnevnte tilfelle er det krav om at verdipapirforetaket regelmessig må vurdere kvaliteten på analysene og om de bidrar til bedre investeringsrådgivning.

Implementeringen av MiFiD II og ovennevnte kommisjonsdirektiv vil medføre større endringer i hvordan markedsaktørene både får tilgang til og betaler for analyser og analysetjenester. I utgangspunktet mener Folketrygdfondet at separat betaling for hhv. kurtasje og analysetjenester er fornuftig, men det er utfordringer mht. å etablere en hensiktsmessig struktur både for hvordan analyser tilbys og prises. Folketrygdfondet er først og fremst opptatt av at det er mulig å opprettholde et godt analysemiljø som sikrer en bredde i kvalitetsanalyser av både små og store selskaper. Særlig er det frykt for at analyser av mindre selskaper vil reduseres og/eller blir dårligere som følge av de nye reglene.

Folketrygdfondet mener at analyser er svært viktig for et velfungerende kapitalmarked. Analyser gir nyttige vurderinger og informasjon til markedet som bidrar til riktigere prising av selskapene. Bred informasjon i markedet bidrar til økt likviditet, lavere spread/transaksjonskostnader og derigjennom lavere egenkapitalkostnader for bedriftene. Vi ser også at analytiker miljøene er til nytte for bedriftene i deres egne strategiske og finansielle vurderinger.

Det er nødvendig å ha en markeds plass med lokale aktører for å bidra til at norske selskaper kan børsnoteres og at det er tilgang på egenkapital, herunder kapital fra utenlandske investorer. Vår erfaring er at lokale verdipapirforetak har en fordel av nærhet til markedet, de er spesialiserte, kjenner språk, kultur og lokale forhold. Det er også mange, i internasjonal sammenheng, små selskaper notert på Oslo Børs som neppe andre enn lokale aktører vil være interessert i å analysere. Det er derfor viktig at rammevilkårene for de norske aktørene ikke begrenser eller stiller norske tilbydere av analyser i en dårligere konkurransemessig posisjon enn andre utenlandske aktører. Vi mener at reduserte analysebudsjetter som fører til en nedgang i etterspørselen etter analyser er negativt generelt for det norske markedet fordi det vil være mindre informasjon og nyttige vurderinger om selskapene i markedet, det vil føre til mindre dekning av små og mellomstore selskaper, og en risiko for at kvaliteten på analysene blir dårligere.

Verdipapirfondloven (vpfl.) § 4-6 angir eksplisitt hvilke kostnader som kan kreves dekket fra et fond utover forvaltningsgodtgjørelsen. Analyse kostnader er ikke nevnt. Begrensningene i vpfl. § 4-6 betyr at norske forvaltningsselskaper for fond, etter implementeringen av kommisjonsdirektivet, ikke har anledning til å belaste fondene for kostnadene for nødvendige analyser. Vi mener norske fond vil ha en ulempe i forhold til utenlandske fond, og at det vil kunne bety lavere etterspørsel generelt for analyser. Som nevnt over er det av stor viktighet at det er et bredt tilfang av analyser i det norske markedet, og særnorske regler bør ikke føre til uheldige begrensinger som er negative for markedet. Etter Folketrygdfondets oppfatning bør det derfor vurderes å gjøre endringer i verdipapirfondloven slik at også norske fond kan ha samme valgfrihet mht. dekning av analyse kostnader som utenlandske fond har. Uansett er det krav både til å utarbeide budsjetter for analyse kostnader og krav om å vurdere kvalitet og bidrag til verdiskapning.

Med vennlig hilsen  
Folketrygdfondet

Lars Tronsgaard  
Viseadministrerende direktør

*Dokumentet er elektronisk godkjent og har ikke håndskrevet signatur*